

経済金融研究会

「日本株式展望」

大和証券株式会社チーフストラテジスト 阿部 健児 氏

令和7年9月10日

ただいま御紹介にあずかりました、大和証券チーフ日本株ストラテジストの阿部でございます。本日はお忙しい中、御参加いただき、誠にありがとうございます。どうぞよろしくお願い申し上げます。

今日は「日本株式展望」というテーマでお話をさせていただきます。

今日初めてお目にかかる方も多くいらっしゃると思いますので、簡単に自己紹介をさせていただきます。

私、大学を卒業した後は財務省に入りまして、平成10年入省というところでございます。その後、アメリカのジョンス・ホプキンス大学というところに留学いたしまして、経済学の博士号を取得いたしました。そこでは、アメリカで博士号を取るには論文を書かないといけなくて、指導教官の指導を受けるというところでございます。当時の指導教官の1人がファウスト教授という方ございまして、この方はもともとFRBのエコノミストでいらっちゃって、私が行っていたジョンス・ホプキンス大学というのは、コロナのときにコロナでの感染者数とか死者数とかを集計して、日本でも知名度が上がった大学でございますけれども、ワシントンから非常に近いところであって、元FRBのエコノミストなどがよく教授として来ていたというところでございます。ファウスト教授、私が卒業した後、またFRBに戻って、パウエル議長のシニアアドバイザーというのを去年までされていたというところでございます。ちょうど1年前にFRBが50ベースの利下げでマーケットを支える、ないしはアメリカの雇用を支えるということがございました。ただ、当時、25ベース利下げなのか、50ベース利下げなのか、はっきりFRBからは情報発信がなくて、そういう場合、FRBは事前にマーケットに織り込ませるためにウォールストリート・ジャーナルなどのメディアを使うということがあるわけですが、そのとき、著名なウォールストリート・ジャーナルのヘッドウオッチャーのニック・ティミラオスさんという人の記事に私のアドバイザーのファウスト教授が登場して、FRB、25ベース、50ベース、迷っているけれども、恐らく50ベースのほうに動くということを言って、パウエル議長の元アドバイザーでしたので、これで、FRBは50ベースというのをある程度マーケットにシグナルをして、実際に50ベースで決めたというところがございました。

こういった形で様々な、これまで留学してきた経験であったりとか、あと財務省で働いた経験、そういうのを生かしながら今、日本株の投資戦略の立案というのに努めているところでございます。拙いお話になるかと思いますが、これから私の日本株展望というテーマでお話をさせていただきます。

資料の3ページを御覧ください。資料の3ページ、こちらでは今日のお話の要約をお話しできればと考えてございます。タイトルといたしましては、多くの好材料から25年度末、今年度末の日経平均は4万5,000円に達する可能性があると考えてございます。今週、一時4万4,000台まで上昇したというところがございまして、や

や控え目な予想かもしれませんが、まだ日本株については強気で見ているというところでございます。

日本株のお話をする前に、アメリカ株についての見方を御説明したいと考えてございます。やはり日本株、アメリカ株の影響を大きく受けるというところがございまして、アメリカ株が堅調であれば、日本株についてもそれほど悲観的な見方をしなくていいと考えてございます。現在、アメリカでは、トランプの関税政策、これは物価を上げて経済活動を停滞させるという点ではネガティブな政策が行われていると見てございます。それでもS&P500は今日も最高値を更新しているということでございまして、トランプの関税政策、ネガティブな政策が行われていても、アメリカの潜在的な強さなどから、アメリカ経済、何とか軟着陸、失業率が低いままでインフレがしっかり下がっていく、そういう形になりそうだ、その期待が強まっていることで、アメリカ株、S&P500は最高値を更新していると見てございます。こうしたアメリカの強い状況があれば、日本株についても悲観視する必要はあまりないと見てございます。

日本株にも好材料があるというところでございます。1点目は、日本のゼロインフレ脱却のメカニズムは、関税の影響で弱まってはいるものの、途切れていないという点でございます。2つ目は、日本の金融政策、財政政策は景気刺激的に運営されているという点でございます。3点目は、合意なきTOBの増加、これは東証による株価や資本コストを意識した経営の要請などがあって増えているというところでございますが、それを受けて企業の自社株買いも増えて、企業の経営が改善しているという点でございます。4点目は企業業績でございまして、今期はアメリカの関税引上げの影響で微減益になる可能性が高いと見てございますが、来期は増益となって最高益更新ということで、トランプの関税の影響は企業業績に踊り場をもたらすにとどまるだろうと考えてございます。

日本株の見通しでございますが、今年度末のTOPIXを3,300ポイント、日経平均株価は4万5,000円に達する可能性があると考えてございます。

投資戦略といたしましては、1つ目には海外投資家の投資、今、特に政局期待で海外投資家の買いが入っているかと思いますが、海外投資家は流動性の高い大型の株を好む傾向がございましてので大型のハイベータ株、2つ目に、世界的な投資テーマとなっているAI・半導体関連の企業の成長というところでございます。3点目に、国内の状況を見ますと、人手不足を背景に、生産性の上昇を目指して企業が積極的にIT投資を行ってございますので、ITシステムの企業業績が好調というところでございます。4点目に、業績予想が上方修正されるなど、国内のビジネスが好調になっている建設や不動産というところを推奨してございます。

それでは、順に御報告をさせていただきます。まず、アメリカについて御報告をさせていただきます。トランプの関税政策継続、それでもアメリカ経済はソフトランディングできるという期待から、S&P500は最高値を更新しつつあると見てございます。

まず、トランプの関税引上げの影響でございます。5ページ右、上段の真ん中のグラフで、経済学でいう総需要曲線と総供給曲線というものをお示してございます。関税政策というのは輸入しているものの値段を上げる

政策でございますので、供給曲線が上に上がるという形になります。あと、関税、ようやく合意に達したというところでございますが、しばらく、どうなるか分からないという不確実性がありましたので、それによって企業が雇用を抑えたり投資を抑えたりということもネガティブに効いていたというところでございます。そして、もちろん値段が上がりますので、消費者からすると買いにくいということで、消費も抑えられるということで、経済活動の低迷と価格の上昇、物価の上昇が起こるというネガティブな政策が行われていると見てございます。

その影響でございますが、少しずつ経済統計にも現れてきていると考えてございます。右上のグラフ、黄緑の線でISMのサービス業価格指数をお示ししてございます。こちらが、アメリカのインフレ率、青い線にやや先行して動く傾向がございます。足元、この黄緑の線が上昇してきております。2000年以降の相関を見ますと、横軸にISMサービス業の価格指数、縦軸にインフレ率を取って、今の値に当てはめると、3%台半ばぐらいには上昇するという見込みになります。まだアメリカのインフレ率は、今週新しいCPIが発表されますけど、3%を下回っている状況でございますが、3%台半ばにはこれから上がっていく可能性が高いと見てございます。

ただ、これがずっと、3%台に上がったなら3%台のままかという、恐らくそうではないだろうと見ております。インフレ率が高い状況で続くには、アメリカの中長期の期待インフレが上昇する必要があるというところでございます。ところが、ニューヨーク連銀が消費者に対してアンケート調査をしていて、今後5年間の期待インフレ率、黄緑でお示ししてございますが、こちらはずっと安定的に推移していて、トランプの関税を受けても上がっているところはないというところでございます。

それから、マーケットの5年先5年期待インフレ率、5年後からの5年の中長期の期待インフレをお示していますが、コロナ後、それまで2%近辺、1.75から2.25というレンジだったのが2から2.5に上がったということはございますが、関税の影響では特段上がってなくて、2から2.5のレンジで推移しているという状況でございます。中長期の期待インフレが安定していれば、関税による物価上昇の影響は一時的にとどまるだろうと見てございます。

それから、ちょっとここにはグラフがございませんが、よく植田総裁が「基調的なインフレ」という言葉を使われると思いますが、アメリカでもFRBはunderlying trend of inflationという形で基調的なインフレということを書いていまして、それは家賃であったり賃金であったり、契約して、ある程度長い期間、価格が保たれるものによって影響されと考えてございます。足元、アメリカの家賃、それから賃金の伸び率というのは低下してございまして、関税の影響で一時的にインフレが上がっても、それは一時的にとどまるだろうと考えてございます。

次に、アメリカの関税の影響、それからあとFRBのやや引締め的な金融政策ということで、雇用が軟化していると、緩やかに悪化しているという指摘が今なされてございます。

6ページ右上のグラフでアメリカの雇用者数の増減数をお示ししてございます。直近、7月、先週末、8月の雇用統計が発表されて、下降分が下方修正されて、特に今年の6月は2020年以来の減少を記録したというところでございます。

また、左下にアメリカの求人件数をお示してございます。赤い線が政府統計でございます。青い線がオンラインの求人サイトのIndeedのジョブ・ポスティング・インデックス、求人数をお示してございます。最近、アメリカのいろんな統計で、企業だったり人の回答数が減っていることで精度が落ちていっていると言われていたのですが、逆に民間のデータのほうがみんなが使うようになってきているので、より正確で、かつ速報性も高いと指摘されてございます。このIndeedのジョブ・ポスティング・インデックスが一つのいい先行指標となっていると思っておりますが、緩やかに減少を続けているというところでございます。

それから、代表的なアメリカの企業の景況感に対するアンケート調査で、アメリカのISMの雇用指数、こちらも製造業（青い線）、赤い線のサービス業、いずれも年初から雇用指数は下がってきているということで、アメリカの雇用の軟化、緩やかな悪化というのは明らかになっているというところでございます。

ただ一方で、失業率を見ますと、直近の値が4.3%でございまして、歴史的に90年以降のアメリカの失業率を見ますと、5%を割っている4%台というのは歴史的な低い水準というところでございます。これは、アメリカの労働者に対する需要は減少していますが、トランプ政権の移民政策の強化で移民が入ってこなくなって労働者の供給も減っていますので、労働需給が急に緩やかになって、失業率が上がると、仕事がない人が困るという状況にはなっていないと考えてございます。

ここまで、アメリカの経済にトランプの影響で一時的なインフレの上昇と、あと労働市場の緩やかな悪化というのが起こってきたということをお話しいたしました。しかし、アメリカ経済全体を見ますと、引き続きまだ堅調を維持しているというところでございます。

その背景でございますが、アメリカの潜在的な経済の強さというのが影響しているだろうと考えてございます。アメリカの経済を見ますと、日本やヨーロッパの経済に比べて高い成長を記録してきたという実績がございます。この背景でございますが、アメリカの強さの要因としては、①流動性の高い労働市場、②AIやワクチンを開発できる高い科学技術力、そして、③新興企業が続々と生まれる起業家精神の強さ、④FRBに代表されるマクロ経済の巧みさというものがあると考えてございます。トランプ政権が今FRBの独立性を異例な形で侵害しているということがございますので、④は弱まった可能性あると思いますし、大学についても、いろんなビザの発給であるとか支援、補助金、政府の補助金であるとか、そういうものを制限しているということで、②もいずれ弱まってくる可能性はあると考えてございますが、①と③はまだ健在で、②もすぐに悪化するわけではないだろうと考えてございます。

この潜在的な強さがありますので、アメリカのいわゆる中立金利、景気が悪化も加速もしない金利の水準というのは高い水準にあるので、FRBがやや高めに政策金利を設定していても、ある程度堅調な経済が維持できていると見てございます。

アメリカの景気、先行きどうかということで、先行指標になるものを見ますと、1つはイールドカーブの形状というのがございます。左下のグラフで黄緑の線がアメリカの長期金利でございます。今、4%近辺まで下がってき

ているというところでございます。FRBは、リーマンショック、それからコロナということがあって、政策金利、短い金利を下げる余地がなくなったときには、大量に債券を買って、長期金利を押し下げて、景気を刺激するという政策を取ってきました。これがまだ残っていて、このバランスシートの拡大によって75ベースぐらい長期金利を押し下げていると見てございますので、それがなければ5%ぐらいと考えてございます。ないしは4%後半と見てございます。よくアメリカのイールドカーブで逆イールド、短期の金利、ここでは2年物の金利をお示していますが、2年物の金利が長期金利を上回ると、逆イールドになって、景気が後退するサインだということが言われるところでございます。この背景は、アメリカの長期金利というのは、アメリカの潜在成長率と期待インフレ率を足したものになると考えられます。大まかに言うと、アメリカに投資したときのリターンというところでございます。それを短期金利が上回ると、お金を借りてアメリカに投資をしてもリターンが出ないということになるので、投資が落ち込んで、景気が悪化するという考え方でございます。足元、アメリカの、この関係というのはQEが始まる前の関係について言っているものでございますので、現状でも、QEがない場合の長期金利の水準、4%の後半ぐらいにあるというところでございます。足元、2年物の金利は3.5%、3%後半というところでございますので、短期でお金を借りてアメリカ経済に投資をすれば十分リターンが出る状況でございますので、アメリカの景気についてはそれほど心配しなくていい、少なくとも、景気後退が近いという状況ではないと見てございます。

そして、こちら、真ん中のグラフはハイイールド・スプレッドというものでございまして、信用力の低い企業に対する貸出しの金利と国債の利回りの差を取ったものでございます。過去、景気後退期には上昇する傾向があって、金融が引締めの的になるというところでございます。足元、このハイイールド・スプレッドも低い水準であるというところでございます。

そして、次に銀行の貸出態度を見ますと、こちら、赤い線でございますが、こちら赤い線が低下するほど銀行の貸出態度が厳格化するというを示してございます。過去の景気後退期、影をつけてございますが、景気後退期には銀行の貸出態度が厳格化することがございますが、足元、決して厳格化はしていないというところでございます。

こうした点から、アメリカの景気後退は決して近いものではないと考えております。

次に、FOMC参加者、実際に金融政策を決めている人たちの予想というのを見ますと、6月のFOMCの後に公表されたSEPと呼ばれる経済見通しでは、インフレ率に関する予想は、今年の年末が3.1%、来年末が2.4%、再来年末が2.1%、そして長期予想は2%ということで、一時的に関税で3%台のインフレに上がっても、2%台に下がっていくというような予想となっております。また、失業率につきましても、今年の年末が4.5%、来年末4.5%、その次が4.4%、長期が4.2%ということでございまして、4%台という歴史的に低い水準が維持されるという予想でございます。失業率が非常に低い水準のままインフレがしっかり下がっていくというのは、トランプ大統領が来る前にバイデン大統領やパウエル議長が目指していた経済のソフトランディング、これがトラ

ンプの政策があっても実現するという見方をFOMC参加者もしていて、マーケットにもこの見方が広がっていると考えてございます。

さらに、このソフトランディングの見通しのサポートになるのがFRBによる利下げの再開というところでございます。先ほど申し上げたとおり、雇用が軟化しているというのがこの7月、8月の雇用統計で明らかになったというところでございます。パウエル議長は8月、ジャクソンホールというところで講演を毎年されるわけでございますが、そこでは、関税引上げによるインフレ率の上昇は短期的と指摘して、雇用の下振れリスクを強調したというところでございます。9月の利下げ再開の可能性は高いと見てございます。

こちらは、9月の、今月のFOMCでの政策金利の確率分布、FedWatchというもののから取ったものでございまして、これがちょうど1週間ぐらい前のものでございますが、今日時点だと、25ベースポイント利下げが9割ぐらい、50ベースポイントの利下げが1割ぐらいということで、据置きというのはもう想定されていなくて、利下げ25か50かで、圧倒的に25のほうが確率が高いと見られているような状況でございます。

年内何回利下げがあるかという点については、12月のFOMCの政策金利の確率分布というのを見るというところでございます。1週間前は年内2回というのがメインシナリオというところございましたが、その後、8月の雇用統計が発表されて、マーケットの利下げ期待が強まるということが起こりまして、今は最も確率が高いと思われるのは3回利下げで、9月、11月、12月、連続して25ベーススずつ利下げされるというのがマーケットのメインシナリオになってございます。

それを受けて、アメリカの長期金利はどうかというところを少しお話させていただきますと、ちょっとこの下のグラフが分かりにくいところがございますので、少し先のほうのチャートを使わせていただきます。資料32ページでございますが、去年との比較というところでございます。去年は、ちょうど1年前の9月にパウエル議長が50ベースス利下げをするということがあって、雇用を守るんだということを明確にされたということでございます。去年は今よりも1%政策金利の水準が高い5.5%でございますので、このままだとアメリカの景気、悪化してしまうという懸念は今よりも強かったということで、青い線で長期金利をお示していましたが、3.6%まで下がっていたということでございます。パウエル議長が雇用を守ると言って50ベースス利下げをして、大幅な利下げをしたことで、マーケットの景況感が上がって、利下げしながら長期金利が3.6から4.6に1%も上がるということかなり珍しいことが起こったというところでございます。

9ページの右下のグラフで政策金利予想経路、マーケットの予想をお示していますが、グレーがちょうど1年前でございまして、政策金利5.5でしたので、このままだと景気が悪化するという見方で、2.6ぐらいまで利下げがされると思われていたところでございます。ところが、パウエル議長が通常よりも大きい50ベースス利下げをして、雇用を守ると明言したことで、マーケットのアメリカの景気見通し、上方修正されて、水色の線が去年の12月の政策金利予想でございまして、4%近辺、3%の後半まで利下げすれば大丈夫というような見方に去年の年末なりまして、政策金利予想経路が上方修正されたので、利下げしながら長期金利が上がるということが

起こったということでございます。ただ、今回は、もともとの長期金利の水準が今まだ4%で高めにあるということと、あと、トランプ派のベッセント財務長官であるとかウォラーFRB理事という方が3%近辺への利下げをかなり示唆してございますので、マーケットの予想は、恐らく3%ぐらいまで利下げされるという予想はあまり変わらないと見てございます。そうすると、利下げによって短い期間の金利がだんだん下がっていきますので、それを反映して長期金利のほうは緩やかに低下していくと見てございます。そうすると、長期金利が下がると、それ自体はアメリカ株の評価を上げる形になります。債券からのリターンが小さくなりますので、株に投資をしたいという人が増えるということで、株式市場にポジティブに働くと見てございます。

こちらでは今年の株価の動きを振り返ってございます。青がTOPIXで、赤がS&P500で、黄緑がSTOXX600、紫が香港ハンセン指数というところでございます。いずれの指数も4月の相互関税発表の後、大きく下落いたしました。既に相互関税発表前の水準を上回って上昇しているというところでございます。

こちらはアメリカの恐怖指数と呼ばれるVIXをお示してございます。VIX、2000年以降で45を超えたのは4回しかなくて、2008年のリーマンショック、それから2010年の欧州債務危機、2020年のコロナ禍、2025年のトランプ関税というところでございます。いずれも、45を超えた後は恐怖指数が下がっていった、そうすると、VIXが45を超えた後のS&P500というのを見ますと、45を超えたときはパニックになって株価は下がりますが、その後は株価回復して、リーマンショックのときは1年後でもまだ回復しておりましたが、欧州債務危機やコロナ禍というときにはそれぞれ、45を超えた後、1年後には20%、40%上がっていたというところでございます。そのため、4月にVIXが大きく上がったときに、むしろ買いのチャンスではないかと考えて上がるのではと見てございましたが、実際S&P500も上がってきたというところでございますし、TOPIXも同じような傾向があって、恐怖、パニックになった後は上がってきていると考えてございます。関税の政策自体は残っているというところでございますが、4月に、このまま関税引き上げられてアメリカ経済、世界経済どうなるのか、非常に不安感が強かったところからすると、VIX、一時50を超えましたけど、足元15近辺ということで、関税は残っていても、何とかかなりそうだという見方がマーケットで広がっていると見てございまして、それがアメリカの、ないし世界的な株価の上昇につながっていると考えてございます。

ここまでアメリカ株について私の見方を御報告させていただきました。アメリカ経済、アメリカ株が堅調であれば、日本株についてもそんなに悲観的に見る必要はないと見てございます。そこにさらに日本株には日本株の好材料があると考えてございまして、ここからは日本株の好材料を4つ御報告させていただきたいと考えております。

まず1つ目の好材料でございますが、日本のゼロインフレ脱却のメカニズムは途切れていないという点でございます。

日本のゼロインフレ脱却、足元はCPIのインフレ率でいうと3%を超えているような状況が続いていますので、ゼロインフレ脱却と言うと、ちょっと時代に合っていないように思われるかもしれませんが、私自身は、やはりコ

コロナ前のゼロインフレというところから今値段が上がるようになってきたというのは大きな変化と見てございます。そのドライバーになっているものは大きく2つあると考えてございます。1つは、インフレ期待が上昇して、値上げ、そして賃上げが当たり前のことになってきたということでございます。資料12ページの右上のグラフが家計の期待インフレ率、左下が企業の期待インフレ率をお示してございます。コロナ、そしてウクライナ戦争があって、期待インフレ率は大きく上昇している、家計も企業も同様でございまして、そこで安定してきているというところでございます。家計のほうは、アンケート調査で5%とか10%とか、やや切りのいい数字を答える傾向があるので、数値自体にはあまり意味はないというところですが、水準がコロナ前に比べて大分上がったというのは大事なことでございまして。また、企業の期待インフレでございまして、こちらは足元2.3%ぐらいまで上がっているということで、企業のほうは家計に比べると真面目に数値も答えていると考えられますので、日銀の目標としている2%を上回って安定してきているというのは大きな変化だと考えてございます。そして、あとマーケットの期待インフレ率というのもございます。こちら、青い線で日本のブレイクイーブン期待インフレ率をお示してございます。コロナ前、0%近辺でございましたが、足元、1.6%近辺まで上がってきているというところでございます。そして、所定内給与、これは残業代であるとかボーナス等を除いた賃金の伸びでございます。賃金というのは、経営者からすると、これぐらいなら払ってもいい、労働者からすると、これぐらいもらっていれば働いてもいいと考えている値段ということでございますので、日本全体の期待インフレ、インフレ期待を反映するものという見方がございます。こちらコロナ前の0.5%近辺から去年2%を超える水準が続いてきているというところでございます。

そして、2つ目の日本のゼロインフレ脱却のドライバーは、人手不足から来る賃金への構造的な上昇圧力と考えてございます。13ページ左下に短観の雇用人員判断をお示してございます。こちらが低ければ低いほど人手不足感が強いというところでございます。足元の水準はバブル期以来と言われるところでございます。バブル期は需要が強く人手不足ということでございましたが、足元は高齢化、少子化を反映したもので、より持続的なものと考えてございます。この人手不足から、企業は賃金を上げて人材を確保しようということで、春闘の賃上げ率が2年連続で5%を上回ったと考えてございます。時々、コロナ前も人手不足感は強かったのに、どうしてこのときは賃金上がっていなかったのかという御質問を受けることがございます。当時ベストセラーになった本に『人手不足なのに賃金が上がらないのか』というものがございまして、今とは逆で、人手不足だけど賃金上がらないということは確かにあったということでございます。労働経済学者が達した一つの結論というのは、当時は、人手不足だったんだけど、女性の労働参加率が上がったりとか高齢者の労働参加率が上がったということで労働供給も増えていたと。なので、人手不足感というのはあったけれども、賃金が上がらなかったと言われてございます。ただ、足元、女性の労働参加率も8割近くということで、アメリカよりも高いという状況になってきたり、高齢者の労働参加率も天井を打ったような形でございまして、人手不足が賃上げに直結しやすくなったと考えてございます。



そして、14ページでございますが、日銀短観の売上高、経常利益率をお示してございます。こちら、細い線が大企業でございますが、こちら、このグレーの線が大企業というところでございますが、上の製造業、下の非製造業、いずれもコロナ前の水準よりも高い水準で安定してきているというところでございます。ゼロインフレの間は企業はなかなか値上げができなかったということがございまして、企業が提供している財やサービスに比べて価格が低過ぎるという状況があったと。ところが、コロナ、ウクライナで輸入物価が上がって、値上げが当たり前のことになって、企業は適正なマージンを得られる価格をつけられるようになった。これによってマージンが改善したと考えてございます。インフレが始まった当初は、コストが上がって企業業績にネガティブじゃないかという御質問をよく受けましたけれども、実際にはインフレは企業業績に非常にプラスの影響を与えていると考えてございます。

次に、15ページ以降で、日本の金融、そして財政政策について私の見方を御報告させていただきます。

まず、金融政策についてでございますが、植田総裁の金融政策の特徴は賃金を重視している点と考えてございます。就任された直後、日銀の目標というところに、賃金の上昇を伴う物価のインフレ2%の達成というふうに明記されて、賃金が増えるのを非常に重視された声明も出されたというところでございます。就任された2023年は既にコロナ、ウクライナによるインフレの上昇というのは起こっていたということでございます。FRBやECBは既に利上げを大分進めていたという状況でございまして、就任された直後、植田総裁、FRBやECBは利上げを進めているのに何で日銀は政策金利据え置いているんだという質問を受けて、植田総裁の答えは、まだ基調的なインフレが2%を超えていないからだ、賃金を見てくださいということをおっしゃって、賃金のデータに少し戻りますと、すみません、12ページの右下のグラフでございますが、就任された23年頃というのは1.5%ぐらいというところでございました。植田総裁のお考えでは、賃金の上昇率はインフレの2%に生産性の上昇を足した2%超ということでございましたので、23年はまだ利上げをするのは早いという判断でございました。ところが、24年に春闘の賃上げ率が5%を超えたというところでございます。春闘の賃上げ率のうち2%は、1年を取ることによって自動的に上がる賃金の部分が入ってございますので、2%引かなければいけないということで、5%を超えていれば2引いても3%超ということになりますので、所定内給与の伸びが3%近辺まで行くという見方ができたというところでございます。それから、去年から利上げを始められたというところでございます。実際、所定内給与を見ますと、去年は3%近辺まで上昇してきたというところでございます。さらに、今年の1月でございますが、0.5%に利上げを決定されました。日銀では、各支店長が12月に担当している地区の企業の来年の賃上げ率をアンケート調査で聞いてございます。それを1月の支店長会議で報告するというので、今年の1月の支店長会議で、今年の春闘が去年並みになりそうだという感触はつかまれていたと考えてございます。支店長会議の後に利上げをすると決めて、積極的に利上げをするという情報発信をして、1月に0.5%に利上げを決めたと見てございます。その後、4月に相互関税の発表ということがございまして、植田総裁はこれをかなり心配して、関税の影響で企業業績が悪化して来年の賃上げ率が下がるのではないかと心配されて、今、日

銀の物価見通し、これ、4月、5月に大幅に下方修正して、来年度、目標の2%に達成しないという予想を今もしているというところでございます。当面、利上げをしないというメッセージを出されたというところでございます。ただ、先ほどアメリカのところで申し上げたとおり、当初心配していたほどにはアメリカの関税の影響で世界景気が大幅に悪化するということは避けられそうという見込みになってございまして、いずれ日銀は利上げを再開してくると見てございます。私の予想といたしましては、やはり、賃金重視ということから考えますと、今年の1月と同じように、来年1月の支店長会議で26年の春闘の状況がある程度つかんで、そして利上げを再開するのではないかと見てございます。足元は年内利上げという見方あるわけでございますけれども、年内利上げするとすると、10月か12月というところでございます。10月については、総裁選がフルスペックということになりましたので、10月4日が投票ということで、そこで、今、小泉さんが高市さんかというところでございますけれども、政府の体制が決まって、それを受けて日銀が情報発信して10月末に利上げというのはちょっと時間がないかなと思っております、10月の利上げ確率というのはマーケットでも下がったというところでございます。次に、12月か1月かというところでございますが、12月と1月と1か月しか差がありませんので、そうであれば、来年の春闘の情報を得られた1月のほうがより自信を持って判断できるのではないかなと思っております、私は1月と考えているというところでございます。

次に、金融環境という点で考えますと、日本の政策金利、今0.5、上げても0.75というところでございます。インフレ期待は企業だと2%という形になってございますので、実質の政策金利はマイナス圏というところでございます。非常に金融環境としては緩和的ではないかと見てございます。今、長期金利1.6ぐらいまで上がってございますけれども、長期金利もインフレ期待が2%であればマイナス圏ということでございますので、長期で見ても緩和的と見ております。日本の長期金利、妥当レンジの考え方としては、中長期の期待インフレに潜在成長率、これが中長期期待インフレ2%に潜在成長率0から0.75%、バランスシート拡大効果、日銀もFRBと同じように大量に債券を買って長期金利を下げるという政策をしてございます。この合計をすると、1.2から1.95という計算でございます。足元の1.6というのは、この間に入っておりますので、妥当な水準と見てございまして、だんだん利上げが近づいていくと、徐々に引き上がっていくと考えてございます。どこまで利上げが進むかという点でございますが、2年先の3年金利というのを計算しますと、2年後から見た3年間の金利というのが、2年ぐらいたてば日銀の利上げも一巡していると見ますと、そのぐらいがマーケットが見ているターミナルレートではないかと考えてございます。一時1.4%ぐらいまで上がってございましたが、足元1.3ぐらいということで、これから利上げを再開しても、0.75で止まるということは恐らくなくて、もう少し上を目指していくというのが今のマーケットの見方ではないかと思っております。日銀は過去、0.5以上上げたことというのはかなり昔になってしましますので、今の経済がどう反応するか、これを見極めながら慎重に利上げをしていくと考えてございまして、半年に1回程度の利上げを進めていくと見てございます。

次に為替でございますが、こちら、右上のグラフで、日米の5年物金利差、赤い線と、青い線、ドル円レートを

お示ししてございます。コロナの後は非常に連動性が強い状況がございました。今後の金融政策を考えますと、アメリカは利下げ、日銀は利上げということでございますので、金利差からは円高圧力がかかってくると見てございます。ただ、去年ぐらいからこの2つの線、大きな乖離が生じているというところでございます。左下に同じデータを散布図にして、横軸に金利差、縦軸にドル円レートを取ってございます。23年末が赤い丸で、24年末が黄緑の丸というところでございますが、金利差は3.6%ぐらいでほとんど変わらなかったんですが、1ドル140円から156円ぐらいまで、16円も大きな円安が生じたということでございます。金利差以外の大きな円安要因が去年から生じている可能性が高いと見てございます。私の中で一番影響力が大きいのではないかと考えてございますのは、日本の家計の投資というところでございます。日本の家計の資産配分を見ますと、現預金が1,100兆円もあるということで、総資産の51%も占めているということでございます。アメリカだと、この割合が15%、ヨーロッパだと35%ぐらいということでございます。日本でもインフレが定着しつつあるという点からすると、現預金を持ち過ぎな状況であると見てございます。この現預金をリスク資産に分ける動きが始まってございまして、特に去年、新NISAが始まったこともあって、投資信託への投資が増えているというところでございます。この投資信託、ほとんどが海外株ということでございまして、日本の家計のリスク資産への投資から円安圧力が生じて、これが金融政策から来る円高圧力を打ち消すという形で、当面、為替は140円台で安定的に推移するのではと見てございます。

企業業績への影響という点でございますが、弊社では、今年度につきましては、対米ドル、対ユーロで1円円安になりますと、0.3%ぐらいの影響があると見てございます。今年度、もう3か月過ぎているということでございますので、年率にすると0.4%ぐらいの影響があると考えてございます。ただ、為替自体は安定的に推移すると見てございますので、当面、為替要因で大幅な減益ないしは増益になる可能性は低いのではと考えてございます。

20ページ、こちらで財政政策について今の見方を御報告させていただきます。日本の政治、財政政策の大きな転換点というのは去年の10月の衆院選であったと見てございます。去年の衆院選で自公が過半数割れをしたということがございましたので、自公は単独では予算も法律案も国会を通せなくなったという状況でございます。そのため、野党である維新の会、国民民主党、立憲民主党と政策ごとに協議をして、法案、予算を通して政治を進めてきたということでございます。野党の要望を受け入れる分、財政政策は景気刺激的になっていると考えてございます。今年の7月の参院選でも自公は過半数割れをしたということでございます。そのため、ちょっとこの資料は1週間前のものでございますので先週末の動きが入ってございませんが、メインシナリオどおりに石破首相が辞任を決められて、総裁選が行われるようになったというところでございます。

総裁選の見通しという点でございますが、去年の総裁選1次投票を振り返りますと、得票数で、今回フルスペックになりましたので、国会議員と、あと党员、党友と言われる人の票を計算すると、1位が高市さん、2位が石破さん、3位が小泉さんというところでございました。今回、石破さんは出馬されませんで、今の情勢だと、高市

さん、小泉さんが最有力候補という状況でございます。去年石破さんに投票した人は、高市さんは外交政策的には右寄りと言われてございますので、高市さんと小泉さんの二択になれば小泉さんに投票する人が多いと考えられますので、単純に石破さんの票が小泉さんに行くという計算をすると、小泉さんがかなり有利という状況だと考えてございます。小泉さんは先月、何か安定をつくることが大事だとおっしゃっていて、連立への意欲は見せていたというところでございます。そしてあと、同じ週に万博に行って、維新の会の吉村代表と一緒にテレビに出たりとか、そういうこともされていたということでございますので、維新の会との連立を広げようということはあるんだろうと見てございます。ただ、昨日、公明党の幹事長が、急に一気に連立に行くわけじゃないんだというような牽制するような発言をされてしまったので、やはり候補者調整とか、あと政策のすり合わせ、ある程度時間がかかることだと思いますので、小泉さんになったらすぐ維新が連立で入るというわけではないんだろうと思ってございます。その点では、政策ごとに協議をしてという状況が続いて、その後、政策を、協議を進めていく中で、維新の会が入るかどうかなということになるのかなと思ってございます。1つ重要な論点としては、経済対策で、自民党は現金給付を掲げて参院選を戦っていて、維新の会は食費に関する消費税減税を言っていたというところでございます。経済対策をつくるときに、維新の会の案をのんで連立に入ってもらい、そういう形になるのかどうかというのが一つの注目点と見てございます。

次、21ページ以降で日本企業の経営の改善という点について御報告をさせていただきます。

御案内のとおり、23年の3月に東証が「資本コストと株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請したということがございました。これは特にPBR1倍割れ企業の経営の改善を促して、効率的なバランスシートを目指す過程という中で自社株買いが増えてきたというふうに見てございます。足元、さらに大事になってきていると見てございますのが、同じ年の8月に経産省が「企業買収における行動指針」を策定したというところでございます。買収の提案を受けたら、真剣に検討して、株主にちゃんと説明をしなければいけないということを定めたというところでございます。昨年はカナダのコンビニ大手クシュタール社からセブン&アイが買収提案を受けるということもございましたし、去年の秋には鴻海精密工業が日産自動車に対してTOBを検討しているという報道もございました。そして、NIDECが牧野フライスにTOBを提案するということが昨年末ございまして、今年5月には台湾の電子部品大手ヤゲオが芝浦電子に合意なきTOBを開始するということがございました。これだけ合意なきTOBが増えてきますと、経営者の立場からすると、非効率な事業運営であったり割安な株価というのを放置しておく、買収によって交代させられてしまうリスクが高まったと。そのため、バランスシートにキャッシュが余っていれば自社株買いをしてROEを上げようと、そういう動きが広がっていると考えてございます。

23ページ左下のグラフでは、各年度ごとの自社株買いの発表額をお示してございまして、昨年度、24年度は23年度の1.85倍ぐらいに増えたということでございます。足元、去年と同等という形になってきてございますけれども、これにはトヨタグループが豊田自動織機の非公開化に合わせて行う持ち合い解消、そこで自社株買いで豊田自動織機が持っているトヨタ株だったりデンソー株を各社が買うと、自社株買いで買うと、吸収すると

ということが行われまして、それが4兆円ぐらいあるということでございますので、今年度も自社株買いは増えていく可能性が高いと見てございます。

24ページでございますが、こちらでは日本株の需給の構造的な変化について御報告をさせていただきます。24ページ左下のグラフは、こちらは単純にTOPIXの上昇率をグラフにしたものでございまして、23年、24年は連続して15%上昇したという好調なパフォーマンスを示したというところでございます。同じようなことが起こったのはアベノミクスの初期以来というところでございます。この2つの期間の日本株の需給、比較をいたしますと、23年、24年、直近の2年間というのは、最大の買手は事業法人、企業による自社株買いでございました。海外投資家の買いは、23年はありましたが、24年は前半買って後半売るということで、ほとんどなかったというところでございます。海外投資家の買いがなくても、事業会社の買いが牽引してTOPIXは大きく上昇したというところでございます。アベノミクス初期、右下でございまして、当時は自社株買いの存在感というのはほとんどなくて、海外投資家が買いの中心であったというところでございます。私、当時も日本株のストラテジストとして働いてございましたが、当時は、海外投資家が買わないと日本株は上がらないとずっと言われて、そこからずっと言われてきたというところでございまして、その状況は大きく変わったと、23年から変わったと思ってございまして、ここはやはり東証の要請の成果というのがあったのではないかと見てございます。

今、海外投資家の買いがなくても日本株は上昇できるようになったと申し上げましたが、引き続き、海外投資家は振れが大きいので、日本株への影響は大きいと見てございます。25ページのグラフは、海外投資家による累積の日本株投資をお示してございます。アベノミクス初期、こちら11年から始まるグラフでございまして、12年終わりからアベノミクスが始まって、3年ぐらいで25兆円ぐらい買ったというところでございます。当時は日本株を海外投資家がオーバーウエートにしていたと考えてございます。ちょうどコーポレートガバナンス・コードが策定されて、日本の持ち合い解消とか、そういう期待が強まった時期でございました。ただ、その後、アベノミクスの構造改革、モリカケ問題などございまして、なかなか進まないということで、海外投資家の失望がだんだん強まって、ずっと売りが続いていたというところでございます。底を打ったのは23年3月でございまして、ちょうど東証から株価と資本コストを意識した経営の要請が出る直前に底を打って、その東証の要請が出た後、海外投資家は、証券取引所がややアクティビスト的なことをする日本というのはすごいと評価して、日本株を買ってきた。さらに、最初に御報告申し上げたゼロインフレ脱却の可能性も高まったということで、急激に23年3月から去年の夏まで13.5兆円ぐらい日本株を買ったというところでございます。

ところが、去年の夏、日銀が、円安が160円ということになって、最近メディアでジャーナリストの方が報告されていますけれども、岸田首相が円安を非常に気にして日銀にプレッシャーをかけて、植田さんが円安を非常に気にして夏にちょっと焦って利上げをしてしまったということがあって、結果、日本株が3万1,500円まで4万円から急落するというのが去年の夏あって、そこから、日銀の拙速な利上げでデフレ脱却失敗してしまうんじゃないか、それから、こんなにボラティリティーが大きい市場には投資できないということで海外投資家の買いが

売りに回って、今年の3月に底をつけたというところでございます。足元、今年の3月、ちょうど相互関税発表直前ぐらいから海外投資家は日本株を買い戻してきたというところでございます。去年の夏までは日本のゼロインフレ脱却とか企業の経営の改善を評価する声が多かったというところでございますが、私が最近海外投資家とお話ししている過程では、日本株を評価するというよりかは、彼らのポートフォリオの中で、23年、24年、アメリカ株が非常に強かったので、アメリカ株の割合が大きくなり過ぎているので、それを減らしてほかの国を買いたいということで、年初はヨーロッパ株、それから香港株というところを買っていたようでございますが、日本はその流れには日銀が利上げしていく中で乗れていなかった。割安感が出て春ぐらいから買ってきて、今また政局もあって買っているということではないかなと考えてございます。

次、26ページ以降で、好材料の4つ目として、企業業績の状況について御報告申し上げます。

企業業績は、今期は横ばい、踊り場と見てございますが、来期は増益で、最高益更新見込みと考えてございます。27ページ下のグラフは、弊社アナリストがカバーしている主要上場企業約200社の経常利益の合計額をお示してございます。紺色の棒グラフがアメリカの関税発表前で、オレンジ色の棒グラフが関税発表後という形でございます。関税の発表を受けて、弊社アナリストは業績予想を25年度、26年度ともに七、八%引き下げたというところでございます。ただ、増益率は両方引き下げたので変わってなくて、26年度は10%ぐらいの増益予想ということでございまして、これが24年度の実績を上回るの、過去最高を更新するという予想でございます。

今御覧いただきましたのは弊社アナリストの業績予想の集計というところでございますが、こちらではマーケットのコンセンサスのEPSの予想をお示してございます。イメージとしてはこういった形でございまして、関税引上げ前、順調に増益という予想でございましたが、関税引き上げで今期は踊り場、その後、また元の成長軌道で成長していくという形でございます。左下、EPSの各年度のコンセンサス予想の推移をお示してございます。水色が今年度、25年度でございまして、4月の相互関税発表の後、減額修正がされて、紫の昨年度とほぼ同じぐらいの水準になってから、今、4—6月期の決算が終わって、減額修正が一巡したというところでございます。26年度、来年度、再来年度も減額修正されてございますけれども、25年度に比べれば増益という形で、連続して増益になるという予想となっております。関税引き上げて状況悪くなっているのにどうして増益になるのかという御質問をよく受けるところでございますが、日本の企業業績が改善している要因を左上でまとめてございます。一つには、人手不足などを背景に値上げ・賃上げが定着して、企業が値上げをしやすくなったということで、名目での成長は得られやすくなったことがあると考えてございます。2つ目には、人手不足を背景に企業が生産性上昇を目指して積極的に設備、それからソフトウェアに投資しておりますので、機械であったり建設であったりITシステムといった、そういった業種の業績が好調というところがございます。3点目に、これはグローバルのテーマでございまして、生成AI関連で新しい需要が生まれているということでございます。データセンターで使うコンデンサーとか冷却器とか、それからあと、半導体需要が増えますので半導体製造装置であったり

半導体の材料、そしてデータセンターで使うケーブルといったところの需要が増えているというところでございます。また、金利が上がってきていますので、銀行を中心に金融セクターの業績が改善してございます。インバウンドも、今年は万博の効果もございまして、また旅行者数が増えているというところでございます。円高で一部の百貨店の高額品のところの売上げは落ちてしていると聞いてございますが、他のホテルとか通常のショッピングモールとか、そういったところの売上げはインバウンドの増加によって改善していると考えてございます。また、自社株買いが増えてございますので、全体の利益の合計額の伸びよりも、1株当たりにしたものは、株式数が減っていますので、より伸びるということもあって、EPSで見た利益は増えていくという予想でございます。今、来年度の予想EPSというのが214.6というところでございます。

これを使って、年度末、来年3月末の株価を試算いたしますと、来年3月時点から1年後のEPSというのがちょうど26年度の予想EPSというところでございます。30ページ左上で、株価をその時点から1年間のEPSで割ったPERをお示ししてございまして、足元、15倍台半ばという水準でございます。こちらはアベノミクスが始まった12年以降の動きをお示ししてございまして、過去、15倍を超えるというのは、株価好調のときにはあるというところございまして、高めではあるんですが、レンジのまだ範囲内と見てございます。アベノミクスが始まってからコロナ前までの平均13.7倍というところございまして、そこに比べれば高いという評価がございまして、ただ、私は、コロナ前と比べますと、ゼロインフレ脱却の可能性はかつてなく高まっているということ、それから企業の経営の改善もかなり進んだという点を考えますと、アベノミクス以降の平均よりは高いPERが定着しているのではないかと見てございます。その意味では、15倍台が定着して、数年たったら15倍が新しい平均だというような形になってもおかしくはないと考えてございます。年度末ということを考えますと、構造的な変化がなくても、これからFRBが利下げをする状況でございますので、株式にはお金が入りやすいと思いますので、その点からも15倍台は維持できると考えてございます。来年度の予想EPS214.6にPER15から15.5というのを掛けますと、TOPIXで3,220から3,300ぐらいということになりますので、この辺りが年度末の株価のめどと見てございます。日経平均に換算するときには、日経平均とTOPIXの比率、NT倍率と呼ばれますけれども、こちらが23年以降14倍前後で動いてございますので、3,200から3,300に14倍前後のNT倍率を掛けると、4万4,000円から4万7,000円台という形になりますので、4万5,000円、4万6,000円ぐらいの株価というのは視野に入っていると考えてございます。

それでは、最後に投資戦略について御報告を申し上げます。

32ページ、こちらのグラフ、青い線でお示ししてございますのがアメリカの長期金利、赤い線がTOPIXのバリュートとグロースの比率というところでございます。コロナの後、青い線、アメリカの長期金利が上昇すると、赤い線が大きく上昇して、バリュートがグロースよりも強かったと。これは、バリュートというのは銀行とか自動車とか商社とか、割安感の強い株価が非常にアウトパフォームしたと、いいパフォーマンスを示したというところでございます。ただ、23年の秋、アメリカの長期金利が5%でピークをつけた後は、アメリカの長期金利はレンジとなって

ございます。これから利下げでアメリカの長期金利は下がると思ってございますが、去年の秋の3.6を下回るかどうかという点はちょっと微妙だと思っておりまして、レンジ相場が続くという見方でございます。金利がレンジであれば、バリューとグロースであまり差がつかないというのが一つの大局観というところでございます。ただ、従来とちょっと状況が変わってきていますのは、日本の金利が上がるようになってきたことで、日本のバリューがそれによってちょっと傾向的な強さを得ているということはちょっと見えてきているのかなと見てございます。ただ、それでも、バリュー、グロース、そこまで差がつかないと考えてございますので、特にアメリカの長期金利がレンジ相場になってからはバリューとグロースが短期のローテーションを繰り返してございますので、バリュー、グロース、それぞれに何らかいい材料があるところを持つのがいいのではと考えてございます。業績面で考えますと、グロースの中では国内企業の積極的なIT投資からITシステム、それから、AI・半導体需要の増加ということからは電機・精密というところを推奨してございます。また、バリューの中では、業績という点では金利が上がって金融であったり、関税の不透明感が低下したという点では自動車、それから、建設業、不動産業といった国内の内需企業の業績が今好調というところで推奨してございます。

36ページでお示ししてございますのがリビジョンと呼ばれるものでございまして、アナリストの業績予想の上方修正と下方修正、どちらが大きいかというのを見たものでございます。関税の影響、引上げがあった後、リビジョン、マイナス圏に入って、下方修正のほうが多かったという状況でございますが、直近の4—6月期の決算から、こちら週次でお示ししていますが、プラス圏に浮上してきたというところでございます。ここで、製造業・非製造業で分けてみますと、特に非製造業が相対的にいいと、サービス業がいいという状況でございます。特に内需に入っている不動産とか建設とか小売といったところがプラス圏に入っているというところでございまして、株価を見ますと、この直近は、6月以降はマクロの動きがかなり大きくて、7月に関税の合意があったり、政局もあったりというようなことで、特に関税の合意に達したことで、自動車が大丈夫そうだということで自動車株が上がって、日本の景気は自動車、かなり影響がありますので、自動車が大丈夫なら景気も大丈夫で日銀利上げできるということで金融が強かったりということがあって、内需のところは業績がいい割には株価的にはそこまでいいパフォーマンスを示さなかったというところがございまして、これから、9月末終わって、10月から中間決算始まって、業績に着目されるような場面になってくると、業績好調な内需のところが見直されるということもあるんじゃないかなと考えてございます。

今日、私から日本株の見通しと展望ということでお話をさせていただきまして、大きくお伝えした点といたしましては、アメリカは関税政策、ネガティブなものが行われてございますが、それでもソフトランディング何とかできそうということで、S&P500は最高値を更新しつつあるというところでございます。アメリカがしっかりしていれば、日本株についても悲観視する必要はあまりないと思っておりますし、日本株にも好材料があるというところでございます。一つには、ゼロインフレ脱却のメカニズムは進んでいて、企業が値上げをして利益が上がっているというところ。そして、日本の金融・財政政策は景気刺激的に運営されているというところ。そして、東証の要請など



もあって、また合意なきTOBも増えているということで、企業が自社株買いを増やして、経営も改善しているというところ。企業業績は、今期は関税の影響で微減益と見てございますが、来期は増益で最高益更新という状況でございますので、日本株は年度末、さらに来年に向けても上昇していく可能性が高いと見てございます。

投資戦略といたしましては、海外投資家の投資が見込まれる大型のハイベータ株、AI・半導体関連企業、そして国内のIT投資からのITシステム、あと業績予想が上方修正されている建設などや不動産といった内需、こういったところを推奨してございます。

私からの御報告は以上とさせていただきます。御清聴ありがとうございました。（拍手）

— 了 —